



游资冲击 与房地产泡沫研究

Hot Money and Real Estate Bubbles



周建军◎著

中国社会科学出版社

游资冲击 与房地产泡沫研究

Hot Money and Real Estate Bubbles

周建军◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

游资冲击与房地产泡沫研究/周建军著. —北京: 中国社会科学出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5004 - 8214 - 7

I. 游… II. 周… III. 资本循环—影响—房地产业—研究
IV. F293.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 174112 号

责任编辑 张 林
特约编辑 郑成花
责任校对 韩天炜
封面设计 李尘工作室
技术编辑 戴 宽

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010--84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 君升印刷有限公司

装 订 广增装订厂

版 次 2009 年 10 月第 1 版

印 次 2009 年 10 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 22.25

插 页 2

字 数 330 千字

定 价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

序

周建军博士的著作《游资冲击与房地产泡沫研究》选题新颖,有重要的理论意义和实际应用参考价值。

在经济全球化的大背景下,房地产市场日益国际化,而游资作为一种短期资本,具有高度的不确定性、增值性、虚拟性和复杂易变性、高风险性和高趋利性。游资主要以虚拟资产和虚拟资本作为载体和追逐对象,虚拟经济的发展是游资出现和膨胀的深刻经济根源。随着经济的发展,房地产的虚拟化特征越来越明显,必然会成为游资的追逐对象。国际游资和国内游资大举进入房地产市场,相互推波助澜,在很大程度上推动房地产泡沫的形成。

作者从重新界定游资这一基本定义入手,重新思考研究游资问题的新思路 and 逻辑。作者认为游资不仅是一种具有高度不确定性的短期资本,更是一种处于投机状态的高度虚拟化的特殊货币。这种货币具有高度的不确定性和更多的充当财富储存手段职能的特征。游资追逐的对象主要是虚拟资产,房地产因为具有虚拟资产和实物资产的双重特征,具备保值增值功能和风险规避功能,成为游资青睐的对象。

著作重点分析了游资流动对房地产市场的影响机理,分析了游资和房地产泡沫的生成机制之间的关系,认为游资这种高度不确定性的虚拟化货币对房地产泡沫的生成及其维持起着至关重要的作用,游资的流向变化导致房地产市场冷热不均变化多端。房地产泡沫是游资在房地产市场“过热”过多的表现和反映,并提出了各种形式的大量的游资在房地产市场积聚假说来解释房地产泡沫。著作认为虚拟经济和实体经济脱节,实体投资和虚拟投资的不确定性差别进而带来的高收益率差别是导致大量游资流向房地产市场造成房地产泡沫的深层因素。作者还分析了游资这种特殊的货币在房地产市场的流动机制及其影响,并考察了游资流动对房地产泡沫以及经济体系的经济效应及其传导机制。

整体而言,作者在充分了解和掌握相关领域研究基础上,对游资冲击与房地产泡沫的形成进行了理论分析和实证研究,并就防范游资冲击我国房地产市场提供了理论依据和可行性建议。著作的创新点主要表现在:重新界定了游资的含义,分析了游资这种特殊货币的特征;将房地产泡沫的形成归结为国内外游资在房地产市场的积聚;从法经济学视角就监管游资抑制房地产泡沫提出政策建议。这些创新丰富了房地产经济学研究的内涵,为解释房地产泡沫现象提供了新的思路和方法。

作为导师,我真心祝愿周建军博士未来的学术之路越走越好。
是为序。

曹振良



序	曹振良 (1)
第1章 导论	(1)
第一节 研究现状及选题意义	(1)
一 问题的提出	(1)
二 选题的理论和实践意义	(2)
三 文献研究综述	(4)
四 主要研究内容和研究方法	(16)
第二节 研究的基本思路和分析框架	(18)
第2章 游资的理论分析	(21)
第一节 游资的内涵探讨	(21)
一 游资的定义	(21)
二 国际游资的特征	(29)
第二节 游资的行为主体分析	(34)
一 集体投资机构(投资基金)	(35)
二 保险公司	(46)
三 投资银行和证券公司	(46)



四	商业银行	(47)
五	工商业跨国公司	(49)
第三节	游资的起源和发展	(54)
一	国际游资的起源和发展过程	(54)
二	国际游资的来源	(59)
三	国际游资资本来源的地域分布	(62)
四	国际游资的规模	(69)
第四节	游资的性质和作用	(71)
一	国际游资的性质	(71)
二	国际游资的积极作用	(73)
三	国际游资的负面影响	(77)
第3章	游资冲击与房地产泡沫的形成:理论分析	(82)
第一节	关于泡沫的理论分析	(82)
一	泡沫的定义、本质及其分类	(84)
二	泡沫的成因及其影响	(89)
第二节	关于房地产泡沫成因的理论评述	(92)
一	房地产泡沫和地租地价理论	(93)
二	经济基本面决定论	(94)
三	土地价格决定论	(95)
四	政策决定论	(95)
五	房地产市场或者产业决定论	(98)
六	房地产泡沫的金融支持过度假说	(100)
七	房地产泡沫的预期决定论	(101)
八	土地功能异化和虚拟经济决定论	(102)
九	房地产泡沫的投机假说	(104)
十	房地产泡沫的非理性假说	(106)
十一	房地产泡沫和外部冲击假说	(108)
第三节	游资冲击与房地产泡沫:理论分析	(109)
一	游资进入房地产市场的理论背景	(109)
二	游资投机房地产导致泡沫的理论模型	(126)



第四节 我国的游资问题分析	(142)
一 我国的社会游资问题分析	(143)
二 我国的国际游资问题分析	(155)
第4章 游资冲击与房地产泡沫的形成:实证与案例	(172)
第一节 游资投机与房地产价格波动	
——对中国14城市的实证研究	(172)
一 引言	(172)
二 房地产交易者投机理论模型	(174)
三 房地产业投机度检验模型	(177)
四 实证检验	(178)
五 结论	(184)
第二节 房地产泡沫成因新解:房地产市场货币积聚假说	(185)
一 房地产市场货币积聚假说的提出	(185)
二 房地产市场货币积聚假说的实证检验	(190)
三 小结	(202)
第三节 游资与房地产泡沫的形成:国外案例分析	(203)
一 游资与泰国的泡沫经济	(203)
二 游资与马来西亚的泡沫经济	(211)
三 游资、泡沫经济与金融危机	(215)
第四节 游资与房地产泡沫的形成:国内案例分析	(219)
一 游资与北海房地产泡沫	(219)
二 游资与海南房地产泡沫	(222)
三 游资与上海房地产泡沫	(226)
第5章 政策选择	(246)
第一节 游资监管的国际经验借鉴与我国的政策选择	(246)
一 游资监管的国际经验	(247)
二 我国监管国际游资的政策建议	(252)
第二节 游资、汇率与房地产泡沫	(257)
一 从威尼斯泡沫骗局说起	(257)
二 人民币升值压力的形成	(258)



三	人民币汇率改革与资本流动	(262)
四	人民币汇率对房地产市场的影响	(267)
五	启示与探索:人民币汇率机制与房地产业发展	(270)
第三节	房地产泡沫与货币政策	(273)
一	利率对房地产市场的直接影响及其传导作用机制 分析	(279)
二	利率对房地产市场的间接影响及其传导作用机制	(288)
第四节	游资与房地产泡沫治理的对策:基于法经济学视角 的分析	(298)
一	法经济学基础、适用性及方法	(298)
二	对国际游资的法律防范机制的构建	(300)
三	抑制房地产泡沫的法律对策	(303)
第五节	防范游资冲击我国房地产市场的对策	(311)
一	管理游资流入房地产的国际经验及对我国的启示	(311)
二	打击投机性购房,抑制房地产泡沫的具体措施	(319)
参考文献		(328)
后记		(345)



导论

第一节 研究现状及选题意义

一 问题的提出

改革开放以来,我国国民经济飞速发展,人民生活水平不断提高,土地使用制度改革和城镇住房制度改革不断深化并取得了实质性进展,住房建设步伐加快,住房消费有效启动,居民住房条件有了较大改善。以住宅为主的中国房地产市场不断发展,对拉动经济增长和提高人民生活水平发挥了重要作用。房地产业关联度高,带动力强,已经成为我国国民经济的支柱产业。保持我国房地产市场持续、健康、稳定发展,对于全面建设小康社会,加快推进社会主义现代化具有十分重要的意义。

在我国房地产市场取得较大成绩的同时,我们发现,房地产市场的发展并非一帆风顺,而是存在不少问题。近年的热点问题莫过于关于房地产泡沫的争论。虽然关于房地产泡沫是否存在分歧很

大,但是房价却在不知不觉中上涨很多了。关于房地产泡沫的成因,有很多的解释。但是,对游资炒房导致房地产泡沫的系统研究很少。一般都是从产业原因、金融支持、经济基本面、政策决定、预期决定、非理性和投机等方面展开。游资问题也是热点问题,因为国际热钱在一定的条件下兴风作浪,很容易导致经济金融危机,破坏经济增长,影响人民生活,造成难以估量的后果。但是对游资的研究也是局限于冲击股票市场,游资对房地产市场的冲击很少有人研究。目前,外资大举进入我国房地产市场,以温州炒房团为代表的国内游资又异常活跃,研究游资对房地产市场的冲击进而对经济增长的影响,促进我国房地产市场的均衡和持续健康发展,是目前我国房地产理论工作者面临的重大课题。

二 选题的理论和实践意义

(一) 选题的理论意义

在经济全球化的大背景下,房地产市场日益国际化,而游资作为一种短期资本,具有高度的不确定性、增值性、虚拟性和复杂易变性、高风险性和高趋利性。游资主要以虚拟资产和虚拟资本作为载体和追逐对象,游资是虚拟经济发展过程伴随的货币虚拟化的产物和表现,虚拟经济的发展是游资出现和膨胀的深刻经济根源。随着经济的发展,房地产的虚拟化特征越来越明显,必然会成为游资的追逐对象。国际游资和国内游资相互推波助澜,在很大程度上会导致房地产价格的波动,进而形成房地产泡沫。房地产市场对经济的持续健康发展有着非常重要的影响。一旦游资大举进入房地产市场,必然导致房地产价格大幅度上涨,最终很有可能形成泡沫。当游资撤离,泡沫必然崩溃,危害国家的经济金融安全,出现国家金融风险。

研究游资对房地产市场的冲击,是一个非常重要的理论问题。用虚拟经济的理论研究游资和房地产泡沫具有非常重要的理论和现实意义。

1. 到目前为止,我国还没有系统运用虚拟经济方法研究游资和房地产泡沫的理论文献,对于游资冲击与房地产泡沫的关系研究很



少,从客观上说,理论研究滞后于现实的需要,表明了该研究的重要理论意义。

2. 本书在前人研究的基础上,运用虚拟经济的相关理论,研究游资的性质和特征,剖析游资对房地产市场的冲击,分析游资与房地产泡沫的关系,不仅拓宽了房地产经济理论的研究领域,也可以丰富我国房地产经济理论的研究方法和分析工具。

(二) 选题的实践意义

对游资与房地产泡沫的研究,不仅具有重要的理论意义,更具有实践意义。具体而言,本项研究在实践方面拟起到以下作用:

1. 有利于宏观调控政策的有效实施

为政府制定政策、加强对游资的监管和利用提供理论依据,特别是对游资冲击房地产市场形成房地产泡沫提供参考,因为房地产泡沫是经济过热的根源,也是金融危机的前奏,该研究有助于治理经济过热和提高宏观调控政策的有效性。

2. 有利于维护整个金融体系的安全和健康发展

游资的形成、房地产泡沫的产生都与金融体系密切相关,房地产泡沫对金融体系造成巨大的威胁,可能诱发金融危机。因此,研究游资和房地产泡沫的关系有利于维护整个金融体系的安全和健康发展。

3. 有利于和谐社会的构建

游资的合理利用、房地产市场的健康发展对经济增长至关重要,研究游资和房地产泡沫问题,有利于资本市场的合理有效运行,从而为经济增长服务。游资炒房使房价居高不下,其财富分配效应可能加剧收入分配差距,造成社会利益主体的矛盾激化,研究游资和房地产泡沫的关系有利于维护整个社会的公平、稳定和协调发展,具有重要的现实意义。

4. 有利于其他国家和地区管理游资、治理房地产泡沫

游资和房地产泡沫问题已经成为了国际性的课题,游资问题日益国际化,房地产泡沫问题也越过了国界,研究中国的游资和房地产泡沫问题可以为其他国家提供可供借鉴的资料。



三 文献研究综述

(一) 关于游资的研究概况

关于游资及其风险的争论大约可以追溯到 180 多年前,游资源于英文“hot money”,有人把游资当作短期资本的别称,认为短期资本就是游资。至今关于游资的定义和界定尚没有达成一致,对游资的研究角度也存在很大差异。20 世纪 90 年代以来关于游资流动的原因,游资流向的突然逆转,游资与证券市场波动、游资与中央银行政策反应、管理游资的适当政策搭配等问题出现了越来越多的研究成果。

关于游资流动的原因存在不同的解释,比较有影响的是“推动说”和“拉动说”。“拉动说”认为稳健的宏观经济政策和诱人的收益率是吸引短期资本流入的原因。“推动说”将资本流入归结为发达国家经济衰退和利率下降等外部因素推动的结果。V. V. Chari 和 Patrick. cohoe (1997) 在一篇名为“游资”的文章中通过一个简单的模型分析了游资流动的原因,认为国际金融市场的摩擦和标准债务违约问题一起导致了国际短期资本的波动,并进一步指出是“羊群行为”而不是经济基本面的变化导致了金融危机。John M. Griffin 等 (2002) 利用一个拓展的国际金融市场模型和 9 个新兴市场国家的日度数据分析了证券跨境流动的原因,发现全球股票回报率的市场表现是解释证券跨境流动的重要因素。当一个小国股票市场能够赚取到没有预期到的高收益率时,证券流入总额大于流出总额,出现证券的净流入。

关于游资流动自由化及其经济效应问题,近 20 年来一直是经济学家们关注的焦点之一。虽然经济学界主流观点认为,资本应该在全球范围内自由地流动,这样可以充分地利用市场竞争规律,促使资本利用效率提高和产生最大的经济效果。但是反对派却认为,国际短期资本自由流动不会带来任何有益的结果。美国经济学家巴格瓦蒂和罗德里克认为,由于预期等因素影响,没有证据表明国际资本自由流动会解决任何问题。墨西哥和东亚金融危机,特别是东亚金融危机发生后,人们对国际资本自由流动的积极意义更加怀



疑，以至于要求加强对国际资本流动管制的呼声日益增高。

Melike Altinkemer (1998) 在一篇《资本内流和中央银行政策反应》的文章中结合土耳其的情况，分析了资本流入该国的原因及其对商业银行和中央银行的影响。关于资本流入是否会导致通货膨胀，文章指出资本流入可能会破坏内外均衡，如果没有及时采取外汇冲销措施可能导致货币供应量增加而引发通货膨胀。随着金融国际化，金融自由化的加速，游资规模不断膨胀，游资流动自由度越来越高，游资的危害也越来越引人关注，很多国家都意识到了加强游资管理的重要性，纷纷加强了对游资问题的研究。游资问题已经和资产市场泡沫崩溃和银行危机的研究紧密结合在一起，成为研究金融危机、金融风险和金融发展的一个重要部分。很多学者从不同的角度展开了对游资的研究，并产生了很多成果，国际上著名的“托宾税”就是针对管理游资流动问题提出的。

从国内研究情况来看，20世纪90年代中后期我国经济学界就游资问题展开了激烈争论，掀起了一轮研究游资问题的高潮。研究者围绕游资的定义，特征及其规模估计，成因和影响等诸多问题展开了分析。尤其是关于游资产生的原因，观点不一。有人认为游资是世界经济金融自由化、全球化的产物。贺强提出了转轨时期的体制渗漏假说来解释游资的成因。谢平则主张从需求角度研究游资的成因，认为大量游资的体制外循环流动是金融市场和利率尚没有市场化这两者的反差的结果。韩志国认为金融市场的游资的过度投机是由宏观政策造成的。吴敬琏认为游资成因是多方面的，其中一个基础性原因是相当一部分企业制度不健全，长线投资无利可图，加上投资渠道少又不畅通，政企不分，国有企业产权不清等多种原因造成大量游资积聚在资本市场投机。此外董辅仁和林志远也从多个方面分析了游资产生的必然性和客观性。耿志民（2000）就国际游资进入股市引发金融危机的作用机制展开了初步分析。李朔（2000）研究了国际资本投机性冲击形成国家金融风险的基础、根源及防范。梅新育（2003）对国际游资进行了全面的阐述，并对现行国际金融体系的问题及其改革进行了深入分析。总的来说，关于游资的成因的认识尚处于初级阶段，还没有理论化和系统化，对游



资流动的原因及其影响还有待深入探讨。

近年来,游资问题再次成为研究的热点。2002年10月在北京召开的“东盟与中日韩短期资本流动管理与资本账户开放”高级研讨会,掀起了新一轮研究游资流动问题的高潮。2003年关于人民币升值和国际收支表中错误与遗漏项目扩大问题的种种讨论,游资问题再一次成为经济金融领域中的热点问题之一。

(二) 关于房地产泡沫的研究概况

近年来,房地产市场已经成为中国宏观调控的重中之重。对房地产泡沫问题的不同认识和判断将导致不同的宏观调控政策,并进而影响宏观调控政策的有效性和整个经济运行状况。加强对房地产泡沫问题的研究对于提高宏观调控政策有效性具有重要的理论和现实意义。目前关于房地产泡沫的研究越来越多,但是尚处于一个比较初级的阶段,中国房地产行业究竟是否出现了泡沫?房地产泡沫产生的根源何在?如何衡量房地产行业是否出现了泡沫,其量化的评价体系是什么?如何防范和进行政策的调控?关于房地产泡沫的很多基本理论问题至今没有得到解决。为加深对房地产泡沫的认识,寻求一个更为科学合理的定义,拟对房地产泡沫的一般理论进行总结分析。

1. 房地产泡沫的界定及其检验

科学界定房地产泡沫是讨论房地产泡沫存在性的理论基础。理论界、业界和政府人士就房地产泡沫合理界定问题展开了交锋,究竟什么是房地产泡沫,至今尚无定论。研究者们从不同视角给出了不同的定义。准确定义房地产泡沫并不是一件容易的事情,最早可考证的房地产泡沫是发生于1923—1926年的美国佛罗里达房地产泡沫,这次房地产投机狂潮曾引发了华尔街股市大崩溃,并最终导致了以美国为首的20世纪30年代的全球经济大危机。从20世纪70年代开始积累,到20世纪90年代初期破裂的日本地价泡沫,是历史上影响时间最长的房地产泡沫,从1991年地价泡沫破灭到现在,日本经济始终没有走出萧条的阴影,甚至被比喻为二战后日本的又一次“战败”。这些泡沫的崩溃引发了金融危机甚至经济危机,



对国民经济的稳定健康运行带来了严重的破坏作用。有人认为房地产泡沫是指由于房地产投机引起的房地产价格与使用价值严重背离,市场价格脱离了实际使用者支撑的情况。有人认为房地产泡沫是任何形式的过度投机。周京奎(2004)在对资产泡沫定义进行总结分析的基础上认为房地产泡沫是一种价格运动现象,是在金融支持过渡背景下由于人们的群体投机行为导致的房地产价格偏离基础价格而持续上涨。

有人认为,房地产泡沫作为泡沫的一种具体类型,无疑具有泡沫的一般特征,因此可以借用泡沫的定义来推导出房地产泡沫的定义。有人把房地产泡沫看作为价格的泡沫,认为房地产泡沫是指房地产价格脱离其基础价值而持续上涨的过程及状态,人们日常所说的房地产泡沫就是房地产价格高于市场基础决定的合理价格的部分,这是从价格角度定义房地产泡沫。有人认为房地产泡沫是源于供给和需求的总量与结构性矛盾,总量的矛盾表现为供给总量和需求总量的矛盾,结构性矛盾表现为有效供给和有效需求的矛盾。由于房地产本身的特殊性(主要是供给与需求在时间上的错位以及需求的不易确定),可能同时出现总量矛盾和结构性矛盾,此时房地产的泡沫一方面表现为价格的上涨;另一方面表现为产品空置。有人认为房地产泡沫是指由房地产投机等因素所引起的房地产市场价格脱离由市场基础所决定的理论价格的非平稳性持续上涨,也就是土地和房屋价格畸高,与其使用价值(市场基础价值)不符,虽然账面上价值增长很高,但实际上很难得到实现,形成一种表面上的虚假繁荣。有人从房地产价格波动来理解房地产泡沫,认为房地产泡沫和房地产价格波动密切相关,有人甚至把房地产泡沫等同于房地产价格波动。关于房地产泡沫的定义及其本质,依然没有达成共识。

关于房地产泡沫的界定及其检验研究是一个存在巨大分歧的尚有待深入研究的难点问题。科学、系统而全面地对房地产泡沫的存在性进行研究对于政府管理房地产市场,成功处理房地产泡沫具有重要的理论指导意义。国内外围绕房地产泡沫的存在性检验问题展开了一些研究。一个科学准确的房地产泡沫定义是研究房地产泡沫



存在性的前提条件。正是由于对房地产泡沫的定义及其本质的认识尚不清楚,导致对房地产泡沫的存在性检验存在巨大困难。Garber (1990) 曾参考了大量的文献,对历史上“郁金香泡沫”是否存在进行了研究,他认为由于缺乏数据,不能得出可靠的结论。他同时提醒人们,对历史上历次泡沫事件进行检验,也许会得出哪些历史事件并不是泡沫的结论。总的说来,西方学者提出的检验房地产泡沫的方法主要有:间接检验法和直接检验法两大类。间接检验法主要是根据变量的变化趋势来判断,可分为方差上限检验法、单位根检验法、协整检验法、投机度检验法等。直接检验法主要根据资产各期收益的折现值来判断泡沫的存在性,包括内生性检验法、设定性检验法。其中投机度模型和单位根协整检验模型得到了较好的运用,解释能力较好。

关于房地产泡沫评价指标的选择问题,国内研究并不少见。曹振良等(2002)主张从五个方面判断房地产泡沫是否存在,包括房地产投资收益率指标,房地产的转手率或者换手率指标以及成交额,估测的房地产理论价格和市场价格之差,房地产投资规模和增长率,开发商的施工进度等五大指标。黄正新(2002)指出实物资产基础价值的确定不是根据现实资本的投资收益,而是由该资产的生产成本加上流通过费用再加上社会平均利润计算的。主张从实体经济视角判断房地产泡沫的有无。李维哲和曲波(2002)运用四大类指标来预警房地产泡沫,包括生产类指标、交易类指标、消费状况类指标和金融类指标。这实际上是房地产景气的测度指标,由于指标过多,缺乏可操作性。刘洪玉等(2003)设计了三个房地产泡沫测度指标,包括房地产价格增长率/实际 GDP 增长率,房价收入比和住房按揭款/居民月收入。强调投机需求和银行信贷在房地产泡沫形成中的重要性。周京奎(2003)遵循可操作性的原则设计了五个指标来评价房地产泡沫,包括房价收入比,货币供给增长率,房地产价格增长率,房地产价格增长率和消费价格增长率之比,房屋空置率,并利用数据和经验指标对房地产泡沫进行了测度。现有的大多数研究都比较零散,没有系统化,缺乏一个统一的指标体系,缺乏可操作性和国际可比较性。导致对房地产泡沫的存在性判断出

